

# SK COMPANY Analysis



Analyst

서충우

Choongwooseo@sk.com  
02-3773-9005

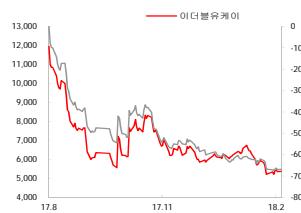
## Company Data

자본금	24 억원
발행주식수	738 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	396 억원
주요주주	
부태성(와4)	57.58%
외국인지분률	0.90%
배당수익률	

## Stock Data

주가(18/02/26)	5,370 원
KOSDAQ	87443 pt
52주 Beta	0.50
52주 최고가	11,950 원
52주 최저가	5,220 원
60일 평균 거래대금	8 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-18.4%	-14.8%
6개월	-50.5%	-63.2%
12개월	%	%

## 이더블유케이 (258610/KQ | Not Rated)

### 민자발전 사업자가 될 가능성이 높다!

바이너리사이클 지열발전소에서 사용되는 열수기화기, 응축기 등을 생산하는 지열발전설비 전문제조 업체이다. 바이너리사이클 지열발전의 민간발전 사업자(IPP)이면서 EPC 이기 도한 글로벌 주요 3사와 모두 거래하고 있으며, 특히 글로벌 1위 업체인 ORMAT 향 매출비중이 60%이상인 점이 특징적이다. 또한, 최근에는 터키와 말레이시아에서 IPP 사업에 진출을 모색하고 있다. 2018년 실적은 매출액 340 억원(+41.7% yoY), 영업이익 51 억원(+127.6% yoY)으로 추정한다.

### 투자포인트

#### ① 주요 EPC 사업자(바이너리 발전)들의 아웃소싱 확대에 따른 수혜 전망

최근 바이너리사이클 지열발전소형 설비를 생산하는 업체들이 직접 민자발전(IPP) 운영 사업에 참여하고 있는 추세가 가속화되고 있다. 해당 산업 1위 업체인 OMART의 최근 매출 중 70% 이상은 IPP 사업에서 발생하고 있는 것으로 추정된다. 뿐만 아니라, 글로벌 2~3위권인 Turboden 및 EXERGY의 분위기도 이와 다르지 않다. 핵심 설비인 터빈을 제외한 다른 설비들에 대한 외주화 비중을 높이고 있다. 따라서, 글로벌 주요 3사 모두에 설비를 납품하고 있는 동사의 수혜가 예상된다.

#### ② 민자발전(IPP) 운영 사업 진출 가능성 높다

동사는 최근 올해초 터키 K 사, 말레이시아 S 사와 IPP 사업을 위한 업무협약(MOU)을 체결했다고 밝혔다. MOU 체결 이후 해당 부지의 Well Data(지열수의 화학적 물성치 및 유량)가 확정되어 바이너리사이클 발전소 설계에 착수한 상태이다. 동사를 비롯한 글로벌 주요 EPC 업체들이 IPP 사업에 집중하는 이유는 높은 수익성에 있다. 예를 들어, 동사가 추진하고 있는 10MW 용량의 바이너리 발전소의 경우, 기동률 90%, 판매단가 1KW 당 0.105\$('16년 터키 기준)을 적용하면 연간 약 86 억원의 매출액과 32 억원 정도의 영업이익을 기대할 수 있다. 초기 투자비용(2~300 억원)은 높은 편이지만, 발전소 운영 면허기간이 보통 2~30년 정도임을 감안하면, 발전소 정상가동 이후 20년 이상 고수익을 기대할 수 있는 매력적인 사업이다. 현재 MOU 이후 관련 진행상황을 감안해 예기치 않은 상황이 발생하지 않는다면 올해안에 본 계약이 체결될 가능성이 높다.

### 영업실적 및 투자지표

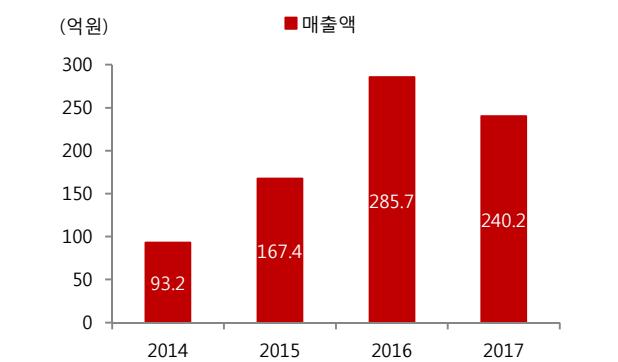
구분	단위	2012	2013	2014	2015	2016
매출액	억원	179	157	93	172	286
	%		-12.3	-40.6	84.1	N/A(IFRS)
영업이익	억원	18	15	1	24	44
	%		-14.4	-92.5	2,023.3	N/A(IFRS)
EBITDA	억원	22	19	4	28	50
세전이익	억원	16	12	-2	14	40
순이익(지배주주)	억원	11	11	-2	12	32
영업이익률%	%	10.0	9.8	1.2	14.1	15.5
EBITDA%	%	12.1	12.2	4.7	16.4	17.6
순이익률	%	64	71	-2.6	7.1	11.3
EPS	원	315	230	-50	254	668
PER	배					
PBR	배					
EV/EBITDA	배	2.3	2.2	8.0	5.3	1.5
ROE	%		28.8	-5.0	22.7	N/A(IFRS)
순차입금	억원	50	43	35	150	73
부채비율	%	3524	256.7	250.7	402.0	292.2

## 회사소개

'09년에 설립, '17년 8월에 코스닥 상장한 지열발전 핵심 설비(열수기화기, 응축기, 배관 등)를 개발 및 판매하는 업체이다. 특히 동사가 생산하는 설비들은 지열발전의 여러 가지 형태중에서 바이너리(Binary Cycle) 방식에 필요한 제품들이 주를 이룬다. 특히, 최근에 터빈을 개발하여 시운전 과정에 있는데, 이 과정에서 적합한 결과만 나오면 바이너리지열발전 관련 대부분의 주요 설비를 커버할 수 있는 회사이다. 또, 지열발전 향외에도 전체 매출의 20~30% 정도는 화공/LNG 설비향으로 제품을 공급하고 있다. 주요 고객사로는 글로벌 1 위 지열발전업체인 ORMAT 를 비롯한 Turboden, EXERGY 등 해당 분야에서 절대적인 영향력을 보유한 대형 IPP(Independent Power Producer)가 주를 이룬다. 동사는 전체 제품을 전량 해외로 수출하고, 대부분의 원재료를 국내에서 구매하기 때문에 원/달러 환율의 상승이 동사에 유리하다. 현재까지 8 개국, 42 개 이상의 발전소에 제품을 납품한 이력을 갖고 있다.

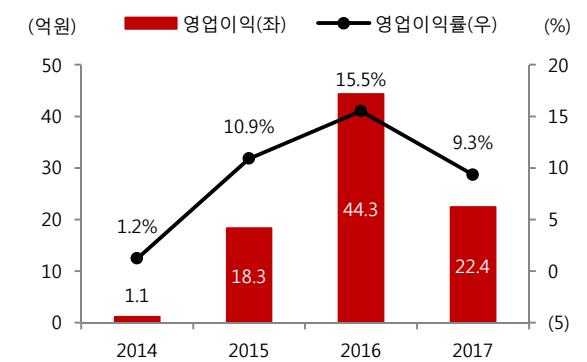
참고로, 작년 11 월 포항지진의 원인으로 지열발전소가 제기되면서 동사의 주가도 부정적인 영향을 받은 것으로 추정된다. 하지만, 해당 지역의 지열발전소는 EGS 방식으로 동사의 제품이 채용되는 바이너리사이클 방식과는 발전 형태가 전혀 다르다. 또한 동사의 경우 대부분의 제품을 해외로 수출하고 있어 국내 지열발전소와 사업상 관계가 없는 것으로 판단되므로 포항지진에 따른 영향은 사실상 전무하다는 판단이다.

매출액 추이



자료 : 이더블유케이, SK 증권

영업이익/영업이익률 추이



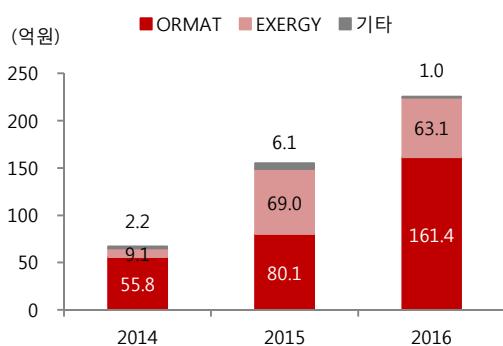
자료 : 이더블유케이, SK 증권

## 지열발전시장 현황 및 전망

지열발전소는 '15년 기준 미국 3.6GW 및 필리핀 1.9GW를 비롯하여 24개국에 13.2GW가 설치되어 있으며, 연평균 3%의 성장세를 보이고 있다. '15년 기준 세계 전력생산에서 재생에너지가 차지하는 비중은 23.7%이며, 이중에서 지열에너지가 차지하는 비중은 0.4%미만으로 추정된다. '15년 12월에 진행된 파리협정을 계기로 각 국가들은 신재생에너지와 관련한 새로운 목표를 제시하였으며, 'Geothermal Energy Association'에서는 이러한 분위기를 감안해 2021년까지 세계적인 지열발전 설비증설의 연평균 성장률을 6%로 예상하고 있다.

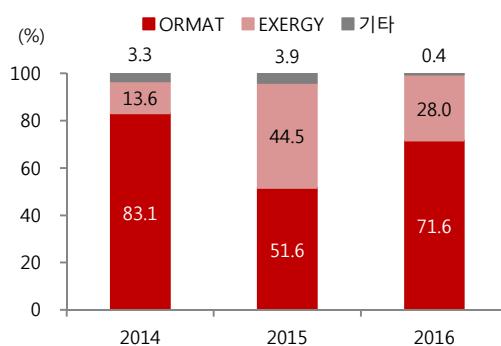
지열에너지만 지구가 포함하고 있는 열을 말하며, 그 근원은 지각 및 맨틀내 방사성동위원소(U238, U235, Th232, K40)의 붕괴에 의한 에너지와 지구 내부로부터 방출되는 에너지로 이루어진다. 대륙지각내 3Km 이내의 지열의 총량(잠재부존량)만으로도 인류가 100,000년 동안 사용 가능한 것으로 알려져 있다. 연중 일정 온도를 유지하는 지열은 땅속으로 1km 당 30°C씩 증가하며, 3Km에서는 90°C 정도가 되어 건물의 난방이나 급탕열로 사용이 가능하고, 5Km에서는 240°C까지 올라 터빈발전으로 전기에너지 생산이 가능하다.

고객사별 매출 추이



자료 : 이더블유케이, SK증권

고객사별 매출 비중 추이

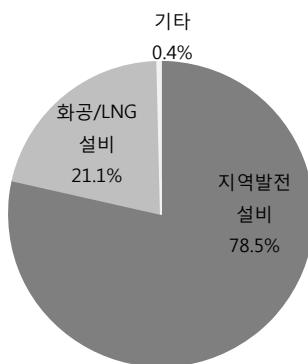


자료 : 이더블유케이, SK증권

지열발전이란 지열에너지 중 심부지열(지하 0.5km 이상)에 존재하는 고온 지열수나 고온 증기로 터빈을駆動시켜 전력을 공급하는 에너지 발전 사업이다. 지열발전의 장점은 특정한 기상조건에서만 발전 가능한 태양광 및 풍력에너지와 달리, 지하의 열에너지를 사용하므로 24 시간 일정한 전력생산(24 시간 가동률 100%)이 가능하다는 점이다. 특히 지열발전소는 소요 면적이 작고, 소음이 적으며, 발전설비의 폐쇄구조로 인해 오염 물질 배출이 없다. 반면에 단점은 지열 탐사 및 개발에 따른 초기투자비가 많이 소요되며, 활용 가능한 지열에너지를 보유하고 있는 지역이 한정적이라는 점이다.

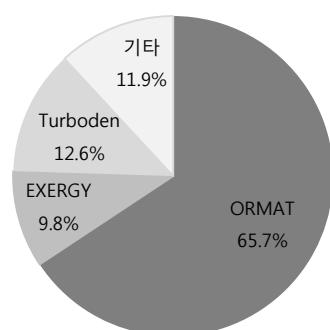
지열발전은 방식에 따라 건조 증기 발전, 플래시 증기 발전, 바이너리사이클 발전 등으로 구분된다. 대부분의 지열발전소는 북미, 필리핀, 인도네시아, 멕시코와 같은 환태평양 지열대에 위치하고 있으며, 동사의 기자재가 주로 채용되는 바이너리사이클 발전소의 경우에는 평균 설비용량이 5MW~10MW 이므로 작은 규모의 발전소가 필요한 아프리카, 남아메리카 등의 지역에 적합한 것으로 알려져 있다. 또한 바이너리사이클 방식의 경우 온도조건(180°C 이상)을 충족시키지 못하는 지역에서도 발전이 가능하므로 최근 5년간 신규 설치된 발전소중 바이너리방식이 50% 이상 채용된 것으로 추정된다.

품목별 매출 비중('16년 기준)



자료 : 이더블유케이, SK 증권

2016년 바이너리사이클 IPP 시장점유율



자료 : 이더블유케이, SK 증권

바이너리사이클 발전은 이소부탄 및 펜탄 등의 끓는점이 물보다 낮은 유체를 이용하여 지열수와 열교환을 시키면 해당 유체가 증기화되며, 이를 터빈에 분사하여 발전하는 방식이다. 앞서 언급한 것처럼 최근 글로벌 지열발전 시장에서 바이너리사이클 발전소의 신규 건설 비중이 압도적으로 높고, ORMAT, Turboden, EXERGY 등 소수의 EPC 업체가 경쟁하고 있는 과정시장이라는 점에서 동사는 안정적인 수익 기반을 갖춘 것으로 판단된다.

### 바이너리 지열발전 레퍼런스



자료 : 이더블유케이, SK증권

## 투자포인트

### ① 주요 EPC 사업자(바이너리 발전)들의 아웃소싱 확대에 따른 수혜 전망

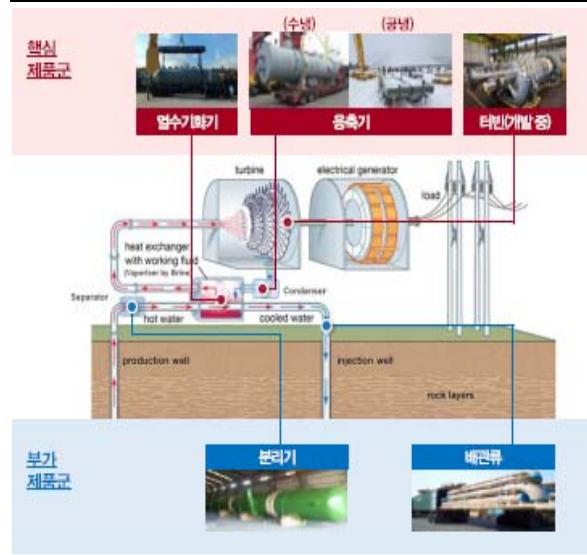
최근 바이너리사이클 지열발전소형 설비를 생산하는 업체들이 설비 제조 및 납품에 그 치치 않고, 직접 민자발전(Independent Power Producer) 운영사업에 참여하고 있는 추세가 가속화되고 있다. 해당산업 1위 업체인 OMART('16년 M/S 66%)의 경우를 살펴보면 '12~13년도에는 민자발전 건설 및 운영관련 project 가 1~2개에 불과했는 데, '16년은 9개, '17년은 8개, 올해에는 12개의 project가 진행될 예정이다. 따라서, 최근 OMART의 매출 중 70%이상은 IPP 사업에서 발생하고 있는 것으로 추정된다. 뿐만 아니라, 글로벌 2~3위권인 Turboden 및 EXERGY의 분위기도 이와 다르지 않다. 즉, 세계 선두권 업체들이 IPP 사업에 집중하면서 설비 제조 비중은 줄이고, 동시에 아웃소싱 비중은 높이고 있다.

### Business Flow



자료 : 이더블유케이, SK 증권

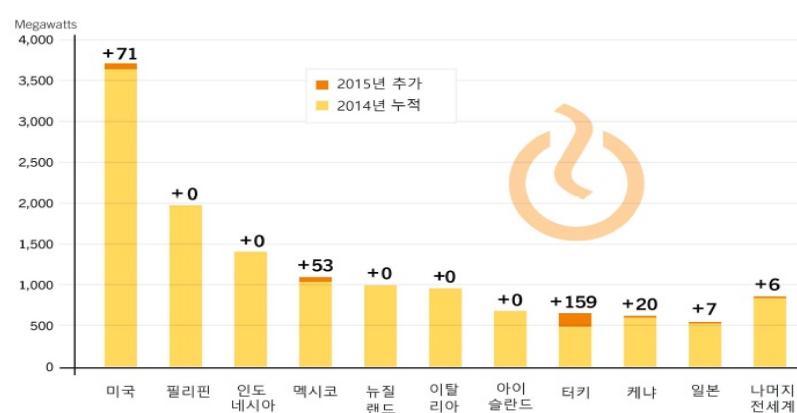
### 고객사별 매출 비중 추이



자료 : 이더블유케이, SK 증권

지열발전소는 설치 후 약 30년간 가동되는 특성상, 안정성과 신뢰성이 높은 설비를 사용한다. 이러한 이유로 발전사업자들이 품질에 대한 기대 수준이 높아 진입장벽이 높으며, 비공개 입찰방식을 통해 납품실적이 풍부한 기존 업체 위주로 지열발전 설비 시장에 참여시키고 있다. 동사는 바이너리사이클 지열발전 글로벌 주요 EPC 사업자인 ORMAT 및 Turboden, EXERGY 와 거래하고 있으며, '16년 기준 OMART 향 매출 비중이 56.5%에 달하는 등 지난 수년간 활발히 거래해오고 있다. 참고로, 위 EPC 3사의 바이너리사이클 IPP 시장점유율('16년 기준)은 89%에 이른다. 따라서, 주요 EPC 사업자들의 설비 아웃소싱 비중이 높아질수록 풍부한 납품실적을 보유한 동사의 수혜 폭이 커질 수 있다는 판단이다.

#### 국가별 지열 누적 설비용량 및 신규 설비용량

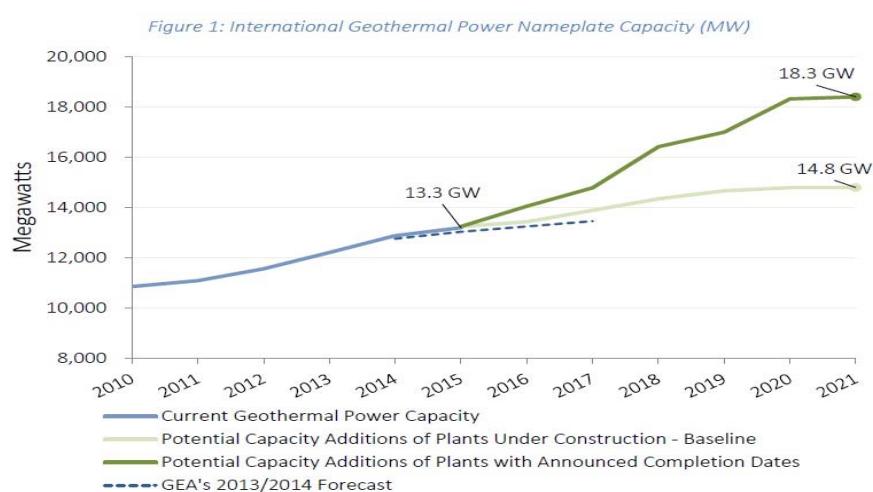


자료 : 한국에너지공단

## ② 민자발전(IPP) 운영 사업 진출 가능성 높다

동사는 최근 올해 초 터키 K 사, 말레이시아 S 사와 IPP 운영을 위한 업무협약(MOU)을 체결했다고 밝혔다. MOU 체결 이후 해당 부지의 Well Data(지열수의 화학적 물성치 및 유량)가 확정되어 바이너리사이클 발전소 설계에 착수한 상태이다. 향후 바이너리설계가 완료되고, 관련 정부기관과 전기 판매단가가 확정되면 본 계약을 맺을 예정이다. 전기 판매단가는 해당 국가의 기준 지열발전소의 판매단가와 비슷한 수준에서 확정될 것이기에 관련 절차가 순조로울 것으로 예상된다. 따라서, 바이너리사이클 설계도 및 이에 따른 발전소 용량(MW) 확정 과정이 남아있는 주요 절차로 추정된다. 덧붙이면, 해당 Project 의 참가자들이 해당 부지에 대한 발전용량을 10~20MW 범위로 예상하고 시작했다는 점을 감안시 15MW 수준의 지열발전소로 합의될 가능성이 높다.

## 글로벌 지열발전 설치규모 및 전망



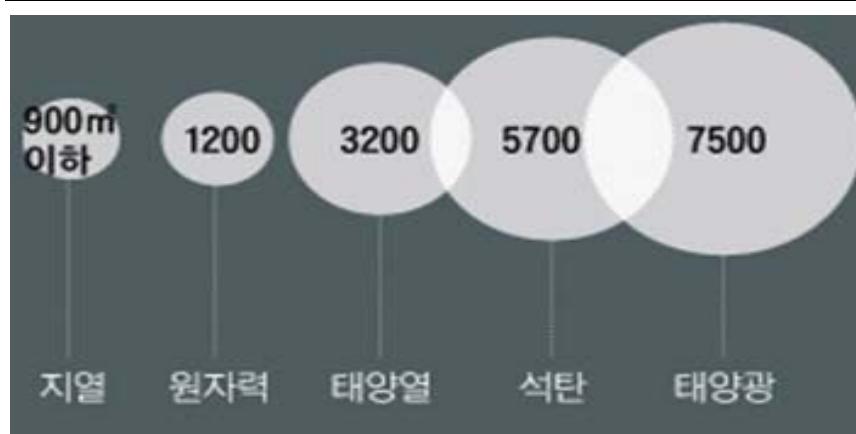
자료 : 한국에너지공단

그렇다면, 동사를 비롯한 글로벌 주요 EPC 사업자들이 IPP 사업에 집중하는 이유가 뭘까? 그 이유는 IPP 사업의 높은 수익성에 있다. 이를테면, 10~20MW 수준의 바이너리 사이클 발전소를 운영하는 경우에 200~300 억원의 초기 투자비용이 소요되지만, 시스템이 반영구적이며 발전비용이 비교적 저렴한 편이어서 40%이상의 영업이익률이 가능하다. 발전소 운영에 대한 License 유효기간이 20~30년 정도임을 감안하면 초기 투자비용이 높은 편이지만, 발전소가 가동되기 시작하면 20년이상 고수익을 기대할 수 있는 매력적인 사업이다. 구체적으로 10MW 용량의 바이너리 발전소의 경우, 가동률 90%, 판매단가 1KW 당 0.105\$(16년 터키 기준)을 적용하면 연간 약 86 억원의 매출액과 32 억원 정도의 영업이익을 기대할 수 있다. 동사의 설립이래 최대 영업이익이 '16년 44 억임을 감안하면 동사가 느끼고 있는 IPP에 대한 매력의 정도를 가늠할 수 있다.

향후 발전소 설계도 및 발전용량 확정 과정이 순조로우면 올해 하반기에는 본 계약을 체결할 수 있을 것으로 예상된다. 일반적으로 바이너리사이클 발전소 건설에 넉넉잡아 약 18개월의 시간이 소요된다. 예외 상황이 발생하지 않는다면 동사는 2020년에 IPP 사업자로써 첫 발을 내딛을 수 있다.

한편, 해당 Project들이 처음부터 공개입찰 개념이 아닌, 단독계약의 형태를 띠고 있는 점도 중요한 포인트로 판단된다. 이는 지열발전 설비 공급업체로써 좋은 평가를 받아왔던 동사에 대한 해외 고객사들의 높은 신뢰를 엿볼 수 있는 대목이다.

#### 전력 1GW 생산에 필요한 면적



자료 : 한국에너지공단

## 실적전망

2018년에는 사상 최대 실적이 예상된다. 매출액 340(+41.7% yoy)억원, 영업이익 51(+121.6% yoy)억원을 추정한다. 동사의 최대 고객사인 ORMAT 가 올해 역대 최다 수의 Project 진행을 계획하고 있어 수혜가 예상되며, 기타 주요 고객사들의 발전 설비 외주화 추세도 동사에 긍정적으로 작용할 것이다.

## 재무상태표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015	2016
<b>유동자산</b>	57	104	113	109	178
현금및현금성자산	20	24	29	26	63
매출채권및기타채권	9	36	43	62	55
재고자산	20	10	5	3	3
<b>비유동자산</b>	63	75	55	193	225
장기금융자산	0	0	1	1	1
유형자산	61	74	51	190	223
무형자산			1	0	
<b>자산총계</b>	121	180	168	302	402
<b>유동부채</b>	45	89	82	90	169
단기금융부채	28	60	60	38	60
매입채무 및 기타채무	13	27	19	47	92
단기충당부채					
<b>비유동부채</b>	49	40	38	152	131
장기금융부채	49	39	36	152	124
장기매입채무 및 기타채무					
장기충당부채					
<b>부채총계</b>	94	129	120	242	300
<b>지배주주지분</b>	27	50	48	60	103
자본금	12	13	13	13	24
자본잉여금		17	17	17	1
기타자본구성요소					-12
자기주식					
이익잉여금	15	20	17	30	64
비자본주주지분					
<b>자본총계</b>	27	50	48	60	103
<b>부채와자본총계</b>	121	180	168	302	402

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015	2016
<b>영업활동현금흐름</b>	-10	5	-8	26	98
당기순이익(순실)	11	11	-2	12	32
비현금성항목등	4	5	4	11	29
유형자산감가상각비	4	4	3	4	6
무형자산상각비			0	0	
기타	0	2	1	7	23
운전자본감소(증가)	-25	-12	-10	4	44
매출채권및기타채권의 감소증가)	-3	-18	-7	-25	3
재고자산감소(증가)	-18	-4	4	2	0
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	-13	15	-8	28	41
기타	3	-40	-13	-51	6
법인세납부					-3
<b>투자활동현금흐름</b>	-20	-41	17	-124	-35
금융자산감소(증가)	-1	-25	-1	18	-32
유형자산감소(증가)	-18	-16	19	-143	-3
무형자산감소(증가)				-1	0
기타	6	5	2	2	1
<b>재무활동현금흐름</b>	36	40	-3	94	-26
단기금융부채증가(감소)	-16	-3	-23	-24	-4
장기금융부채증가(감소)	52	25	20	118	-23
자본의증가(감소)	3	19			2
배당금의 지급	3				
기타					
현금의 증가(감소)	5	4	5	-3	37
기초현금	14	20	24	29	26
기말현금	20	24	29	26	63
FCF	-64	-3	12	-106	N/A(IFRS)

자료 : 이더블유케이, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015	2016
<b>매출액</b>	179	157	93	172	286
<b>매출원가</b>	140	115	73	118	205
<b>매출총이익</b>	39	42	20	54	80
매출총이익률 (%)	21.6	26.9	21.3	31.2	28.1
<b>판매비와관리비</b>	21	27	19	29	36
영업이익	18	15	1	24	44
영업이익률 (%)	10.0	9.8	1.2	14.1	15.5
비영업손익	-2	-4	-4	-10	-5
<b>순금융비용</b>	2	2	4	4	6
외환관련손익	0	-2	2	-1	3
<b>관계기업투자등 관련손익</b>					
세전계속사업이익	16	12	-2	14	40
세전계속사업이익률 (%)	8.9	7.5	-2.6	8.4	13.9
계속사업법인세	4	1		2	7
<b>계속사업이익</b>	11	11	-2	12	32
중단사업이익					
*법인세효과					
당기순이익	11	11	-2	12	32
<b>순이익률 (%)</b>	6.4	7.1	-2.6	7.1	11.3
<b>지배주주</b>	11	11	-2	12	32
<b>지배주주구속 순이익률(%)</b>	6.38	7.06	-2.61	7.14	11.28
<b>비지배주주</b>					
<b>총포괄이익</b>	11	11	-2	12	52
<b>지배주주</b>	11	11	-2	12	52
<b>비지배주주</b>					
EBITDA	22	19	4	28	50

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015	2016
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-12.3	-40.6	84.1 N/A(IFRS)		
영업이익	-14.4	-92.5	2,023.3 N/A(IFRS)		
세전계속사업이익	-26.2	적전	흑전 N/A(IFRS)		
EBITDA	-11.8	-77.2	547.6 N/A(IFRS)		
EPS(계속사업)	-26.8	적전	흑전 N/A(IFRS)		
<b>수익성 (%)</b>					
ROE		28.8	-5.0	22.7 N/A(IFRS)	
ROA		7.4	-14	5.2 N/A(IFRS)	
EBITDA/마진	121	122	4.7	16.4	17.6
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	127.8	117.6	137.1	121.2	105.2
부채비율	352.4	256.7	250.7	402.0	292.2
순차입금/자기자본	187.2	84.6	72.2	249.6	71.5
EBITDA/이자비용(배)	10.0	5.9	0.9	5.7	8.3
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	315	230	-50	254	668
BPS	555	1,043	993	1,247	1,903
CFPS	418	309	16	335	793
<b>주당 현금배당금</b>					
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)					
PER(최저)					
PBR(최고)					
PBR(최저)					
PCR					
EV/EBITDA(최고)	2.3	2.3	8.3	5.3	1.5
EV/EBITDA(최저)	2.3	2.3	8.3	5.3	1.5